

利子率と市場の安定性

仁 平 耕 一

I 序 論

資本主義経済が固有の市場調節機能を持っているとすれば、それは常に安定的な調整メカニズムを有する自律系としてみなすことができるであろう。価格や利子率は調節機能を持つ基本的な経済変数として捉えることができる。もし価格が、何らかの要因によって、市場の需給ギャップを調整することができないとすれば、市場経済が破綻をきたすことは言うまでもない。したがって、本来安定的な経済体系がその自動調整機能を失っているとすれば、正常な状態に戻してやることが重要な政策課題となるであろう。⁽¹⁾

もちろん、市場経済が本来安定的であるとしても、短期的には、必ずしもすべての市場がクリアーされない不均衡状態が現われる。というのは、すべての経済主体は常に不確実な現実直面し、また将来の事態を予測することを強いられているからである。このように情報が不完全であるかぎり不均衡状態が生じる可能性は常に存在するが、不均衡が生じたとしてもそれがすみやかに是正されるとすれば、政策当局が介入しない方が望ましいかもしれない。一方、経済が自然に均衡状態を回復するとしても、大きな代償を伴うのであれば、市場の自動調節機能にのみ頼ることはできないであろう。ケインジアンとマネタリストの論争も多岐にわたって各方面で展開されているが、⁽²⁾ 結局、市場経済の安定性および均衡への収束過程にかんする点が決定的に重要であると思われる。そしてこの点についてのケインジアンとマネタリストの相違は、本来利子率が調整機能を十分に果しうるか否かに関わっているのである。

本稿の目的はこのケインジアンとマネタリストの対立点に着目し、利子率が

資本主義経済において、調整機能を十分に果しうるものであるか、ということについて論及するものである。⁽³⁾

II IS-LM モデルの問題点

ケインジアンとマネタリストの主張するところを概観してみよう。ケインジアンは総需要管理を目標とした自由裁量的経済政策が経済の安定化のために必要であるとしているのに対し、マネタリストの安定化政策は貨幣供給の成長率を一定に保つというルールを確立することである。このような相違点が出て来たのは、第一に、経済を攪乱させる要因が実物面であるか貨幣面であるかに依存している。ケインジアンはそれが実物的要因であるとし、したがって経済を安定させるには、実物部門に直接影響を与える財政政策が有効であると主張するのである。これはまた投資（独立支出）と名目所得との関係を重視してきたことに大きく関わっている。そして、貨幣需要関数は、貨幣の流通速度が不安定であるため、安定化政策に用いることはできないとしている。

一方マネタリストは貨幣需要関数が安定した関数であると主張するが、貨幣供給が与えられるとそれに貨幣需要を一致させるような名目所得が決定されるというのが本質的な考え方である。

以上の点は貨幣需要関数を実際に測定するなどの実証分析が行われているが、より重要なことは、実物的要因と貨幣的要因の波及過程を包含したモデルを構築し、それによって理論的な分析を行うことである。そうでなければ実物面での攪乱および貨幣面での攪乱が、各々、経済にどのような影響を及ぼすかを明らかにすることはできないからである。実物・貨幣両面を考慮したモデルとしては、よく知られているように IS-LM モデルがある。

IS-LM モデルは次のような仮定のもとに構築されている。すなわち、金融資産は貨幣と確定利付証券だけから構成されている。家計は貨幣と確定利付証券のポートフォリオを行う。ここで流動性選好が採用される。企業は物的資産を購入する（投資）ために、証券を発行する。そして公開市場操作を通して中央銀行が貨幣を供給している。したがって確定利付証券の金利が唯一の利子率

であり、それが伸縮的に変動することによって、経済主体の主体的均衡と金融資産市場の均衡が同時に達成されるというものである。

いま実物的攪乱が生じ、投資の限界効率（ MEC ）が低下した場合について考えてみよう。限界効率が低下すると投資（ I ）は減退し、財市場において超過供給が生ずるが、これは企業がいままで発行していた債券を買い戻すことを意味するから、証券市場では超過需要（ $Bd > Bs$ ）が発生する。証券市場をクリアーするように利子率（ r ）が下がるが、証券の供給曲線の勾配が無限大でないならば、以前の水準以下で需給が一致する。このとき家計の貨幣需要（ Md ）は増大するから、貨幣供給（ \bar{Ms} ）一定のもとでは、超過需要が現われるのである。財の超過供給と貨幣の超過需要は次のようにして解消される。財の超過供給が存在すると、賃金が固定されているならば名目所得を減少させる。名目所得（ Y ）の減少は価格（ p ）の下落あるいは産出量（ y ）・雇用の減少という形をとる。賃金の硬直性が一時的なものであれば、労働の超過供給によって賃金が下がり、価格もさらに下落する。このときの価格が証券市場をクリアーする利子率とコンシステントでなければ、減少した所得の完全雇用水準における貯蓄（ S ）が依然としてその時企図される投資水準を超えているから、利子率はさらに低下して、最終的には $I = S$ がもたらされる。もちろん、名目所得の減少によって貨幣需要が低下し、貨幣市場の均衡も回復するのである。この過程を図式で示すと、

$$\begin{array}{l}
 Bd > Bs \Rightarrow r \downarrow \Rightarrow Bd = Bs (\bar{Ms} < Md) \\
 MEC \downarrow \Rightarrow I < S \\
 \left. \begin{array}{l} \Downarrow \\ Y \downarrow \end{array} \right\} \begin{array}{l} p \downarrow \\ y \downarrow \end{array} \Rightarrow I = S \quad \bar{Ms} = Md
 \end{array}$$

である。

貨幣面での攪乱は以下のような波及過程をもつと考えられる。いま中央銀行が貨幣供給を増加させたとする、 $\bar{Ms} > Md$ 、したがって証券市場では超過需要が生じる。この超過需要を解消するまで利子率が低下するが、貨幣市場はク

リアーされず、財市場の超過需要をもたらす。なぜならば、利子率の引下げは資本財の需要価格を上昇させ、その利子率のもとでは財市場の超過需要が生じることになるからである。また貨幣の超過供給は証券需要および供給曲線が、各々、右上り、右下りである以上解消されることはない。財市場での超過需要は産出量および雇用の増大を招き、価格・賃金が上昇するため名目所得が上昇する。そしてこの過程を通して、財市場および貨幣市場の均衡が回復されるのである。

以上のように、IS-LM 分析においては貨幣的攪乱（LM 曲線のシフト）および実物的攪乱（IS 曲線のシフト）が生じると、利子率を媒介として名目所得が変化し、新たな均衡が達成されるという波及経路が暗黙裡に仮定されているのである。したがって利子率が経済を均衡に向わせるに十分伸縮的であると考えていることは明らかである。しかしこのような考え方はケインズ本来のものとは異なっている。ケインズは投機家（弱気筋）の存在を仮定することによって、利子率が均衡を回復させるに十分な伸縮性を有していないことを論じている。ケインズ理論の本質は利子率の市場調整能力に疑問をもつことから出発しているという立場をとる以上、IS-LM モデルは適切なものとは思われないのである。

もし貨幣と実物面をリンクするモデルをケインズ理論にしたがって構築しようとするならば、利子率の調整能力の不十分さを明示しうるものでなければならない。IS-LM モデルにおいて利子率が調整機能を果しえないことを表わすために「流動性のワナ」という概念が引き合いに出されるが、それは利子率が低い水準にあるときにはどんなに利子率を引下げても投資を喚起しないというもので、理論的に整合性が保たれているとは思われない。というのは、「流動性のワナ」が起きるような利子率の低水準においては、投資の限界効率が非連続的に低下するという想定があり、またどの水準で「流動性のワナ」が生ずるかを明示しえないという欠陥があるからである。

また IS-LM 分析は波及経路を明示的に表わしたものでないため、IS, LM 曲線の傾きによって実物、貨幣面での攪乱が経済に及ぼす影響を考察するとい

う新たな視点がケインジアンとマネタリストの論争に持ちこまれた。IS-LM 曲線の傾きによって、実物面と貨幣面の相互作用は大きく変わってしまうため、ケインジアン立場からは、非弾力的な IS 曲線を想定し、マネタリストはほとんど垂直な LM 曲線を想定することによって、各々、実物面での攪乱、貨幣面での攪乱が経済により大きな影響を与えることの論拠とするようになったのである。しかしこのような観点からは経済の安定性を議論することはできず、IS-LM 分析において暗黙裡に仮定されていた利子率の市場調整機能の完全性を、ケインジアンの立場からは否定しなければならない性質のものである。IS-LM 分析はケインジアンの側から提示されたものと一般的に考えられているが、安定性にかんしては全く逆の意味を持ってしまったのである。

III 市場利子率と自然利子率

利子率の市場調整機能が不十分であるとするケインズの考えはいくつかの変遷をたどっている。しかしヴィクセルの述べた自然利子率と市場利子率の相互作用による経済の不均衡状態の現出が、その根底となるものである。IS-LM モデルで考慮されていない経済主体、すなわち金融機関としての銀行がここに登場する。銀行の信用創造を通して市場利子率と自然利子率の乖離が促がされ、それが不均衡を生み出すとするヴィクセルの議論を考察してみよう。

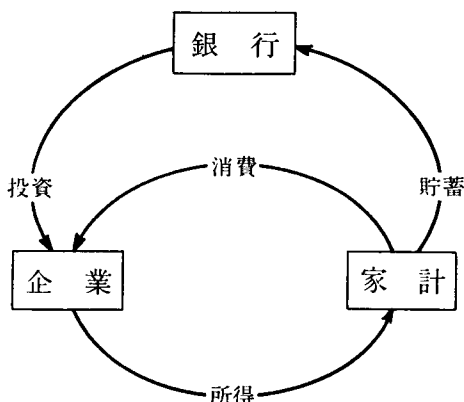


図 1 (矢印は貨幣の流れ)

まず自然利率は実物面での要因によって決定される利率であり、物的限界生産力に等しくなる傾向がある。したがって、もし貨幣が存在しない経済を考えるならば、究極的には常に自然利率が支配的である。一方市場利率は投資財として実物資産を需要する企業と、それを将来消費のために供給する家計とを銀行が仲介する形で決定される貨幣利率である。三者の関係は図1に示すとおりである。

いま投資＝貯蓄の状況を考えてみると、そこでは貨幣利率(市場利率)と自然利率が一致しており、実物面における需給および貨幣面における需給も均衡している。したがって貸付資金の需要(I)と供給(S)が実物面の需給を反映していることになる。さて企業の投資の限界効率が上昇したとすると、図2に示したように、貸付資金の需要曲線は I^0 から I' ヘシフトする。このとき $I'(r^0) - S^0(r^0)$ だけの投資・貯蓄ギャップが生じ、財にたいする超過需要が存在する。また $I'(r^0) - S^0(r^0)$ だけの貸付資金需要が増加していることも示す。

もしこのギャップを解消するような形で利率 r' がに動くならば、 $S^0(r') = I'(r')$ が達成され、経済は新たな均衡点に達することができる。しかし銀行が信用創造によって企業の需要する貸付資金をすべて供給してしまうとすると、初期の利率 r^0 で貸付資金市場はクリアーされてしまうのである。もちろん、財市場においては $I'(r^0) - S^0(r^0)$ だけの超過需要が残されることになる。ウィクセルは金融市場が理想的なものであればあるほど、⁽⁴⁾ このような事態が起

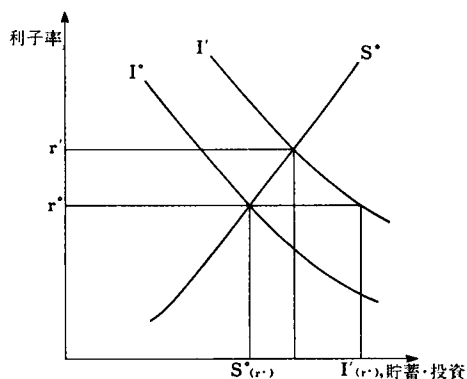


図 2

こり易く、銀行の介在によって貨幣利子率と自然利子率が乖離する過程を論じたのである。貨幣利子率と自然利子率の乖離は、物価の上昇を招き、インフレ予想を伴いつつそれが累積することを示した。この累積過程を断つには貨幣利子率と自然利子率が一致しなければならず、その乖離こそが経済を不安定に導く基本的要因であるとしている。

ヴィクセルの均衡概念は物価が安定しており、それが確信をもって持続すると予想される状態を指しているが、経済が安定化するために利子率が果たす役割をその分析の中心に置いたことにより、経済の安定性を議論する上での基盤を与えてくれたことになる。

IV ケインズの不均衡モデル⁽⁵⁾

ケインズも利子率の市場調整機能が十分に働かないとみていたのであるが、ヴィクセルの考えを踏襲したものは流動性選好理論ではなく、貸付資金説とストック分析を結合したものである。

いま投資の限界効率が低下したとする。これは図3において I^0 から I' へのシフトとして捉えられる。利子率が r^0 のままであれば、財市場においては超過供給が生じているが、これは新規発行される証券について超過需要があることを示す。したがって証券価格は上昇する傾向があり、貨幣利子率は低下す

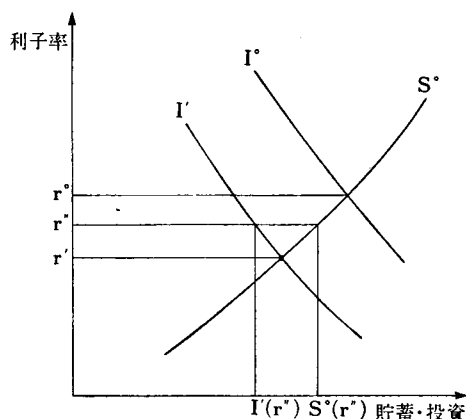


図 3

るであろう。ここでヴィクセルの銀行家に対して、ケインズは投機家(弱気筋)の存在を仮定する。いま利率がある期間 r^0 の水準の近くにあるとすると、証券価格のゆっくりした上昇にたいして弱気が支配的となり、投機家は手持ちの証券を売り払うようになる。したがって、財の超過供給をすべて解消しない点で貸付資金の需給ギャップが解消されてしまうのである。このときの利率が r'' であるとすれば、財市場の需給ギャップは $S^0(r'') - I'(r'')$ である。このような利率の不完全な調整は、貨幣の超過フロー需要に見合う分の財市場における超過供給を残し、名目所得にたいするデフレ圧力が引き続き残されることになるのである。

以上の議論は「貨幣論」の中で展開されているものであるが、ケインズモデルの有効需要および雇用の理論は「一般理論」を待たなければならない。したがって、ケインズ理論が提示している経済の不安定性を吟味するためには産出量および雇用がその分析に組み入れられる必要がある。

限界効率が低下するとき貯蓄スケジュールは有効需要の低下によって左方へシフトし、最終的に実質所得は貯蓄＝投資をもたらすまで低下する(図4)。この点で有効需要は実質所得に一致し、利率は貯蓄曲線と投資曲線が交わる r'' の水準に決定される。この利率において貸付資金フローの超過需要は生

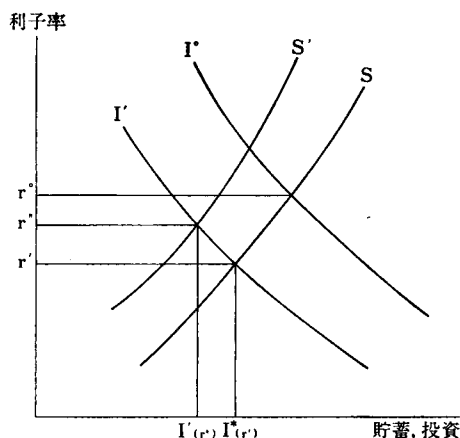


図 4

じていないが、完全雇用均衡への移行ではないのである。というのは、貯蓄が有効需要の制約を受けなかったとすれば達成されたであろう均衡所得水準を下回った水準に実質所得が決定されてしまうからである。均衡所得水準での利子率 r' が自然利子率であり、市場利子率は自然利子率を超えた点で貸付資金市場をクリアーしてしまうのである。したがってヴィクセルの不均衡累積過程が展開されることになるのである。

ここで注意しなければならないことは、市場利子率と自然利子率の乖離が有効需要の制約によってもたらされたものであり、銀行や投機家の存在を仮定したものではないことである。

さて、もし利子率が自然利子率にあるならば、投資の限界効率の低下それ自体によって労働市場は影響を受けることはない。なぜならば、限界効率の低下によって低下するのは、労働によって作り出される将来財の価値であり、利子率がそれに応じて低下すれば労働の現在価値生産物は低下することはないからである。言い換えると賃金は将来財ではかった限界生産物価値を利子率で割引いたものであるから、それに応じて利子率が低下すれば賃金は変化する必要がなく、一定の賃金率のもとで労働市場はクリアーされる。

しかし市場利子率が自然利子率を超えている状況においては、労働市場で超過供給すなわち失業が生じる。しかしこの場合にはこれを解消する動きは認められない。なぜならば貸付資金市場はクリアーされており、市場利子率を自然利子率へ一致させる要因が全く存在しないからである。したがって、ヴィクセルの不均衡累積過程が存続することになるのである。市場経済の自動調整装置である利子率が有効需要の制約によって、均衡を達成する自然利子率に等しくならないため、その乖離によって価格変化は惹起しても、数量面での均衡は達成されずに残ってしまうというのがケインズの理論の根底となるものである。

V 結 語

ケインズの理論は利子率が貯蓄および投資決定を調整できないという認識に基づいたものであるのに対し、マネタリストの理論においては貯蓄投資は産出

量の分配にかんするものにすぎず、総所得や価格水準の決定に関与するものではないとしている。すなわち、利子率は家計および企業の将来時点にわたる意思決定を協調させるに足るものであるという仮定がマネタリストの理論には不可欠である。ケインジアンとマネタリストの論争の不幸な点は、利子率メカニズムについての相容れない見解の相違を正しく認識しなかったことである。IS-LM モデルによる分析はケインジアンとマネタリストの論争を誤った方向に導いてしまったのである。

本稿では IS-LM モデルに代わるケインズの不均衡モデルについて述べてきたが、市場利子率と自然利子率の乖離が経済を不均衡過程に導くというヴィクセルの考えをふまえることによって、マネタリストとケインジアンの市場経済の安定性にかんする対立点をより明確にすることができるのである。

- 注(1) たとえば企業が価格決定力を持ってしまう独占あるいは寡占のもとでは、効率的な資源配分が行われないため市場経済は本来達成されるべき均衡水準から乖離してしまう。そのため独禁法等の政策がとられることは周知の事実である。
- (2) マネタリストとケインジアンの論争は理論、実証の両面にわたっているが、ルールか自由裁量政策か、あるいは、IS, LM 曲線の形態にかんする相違等は本質的なものではなく、市場経済の安定性にかんする意見の相違を第一の論点として取り挙げるのが論争に終止符をうつ唯一の道である。
- (3) 利子率の市場調整機能について論じる場合、いくつかの視点が考えられるが、本稿ではヴィクセルの累積過程を中心に議論を進める。したがって市場利子率と自然利子率の乖離がどのように生じ、また解消されるものであるかということが非常に重要な問題となる。
- (4) 金融市場が理想的であるとは、通貨 (currency) によらない取引が可能であることを意味する。すなわち、すべての経済主体間の交換が金融機関等の創造する信用によって行われる世界である。
- (5) ケインズの不均衡モデル、すなわち市場経済の不安定性が永続的で、かつ本質であることを示すケインズ理論をレイヨンフーブド〔7〕にしたがって考察を進める。

参考文献

1. Barro and Grossman. Money, Employment and Inflation, Cambridge University Press, 1976.
2. Friedman, M. "The Demand for Money: Some Theoretical and Empirical Results," in his The Optimum Quantity of Money, and Other Essays, Chicago, 1969.

3. M. フリードマン著, 保坂直達訳『インフレーションと失業』マグローヒル好学社, 1978年。
4. Keynes, J. M. A Treatise on Money, London: Macmillan, 1930.
5. Keynes, J. M. The General Theory of Employment, Interest, and Money, New York: Harcourt, Brace, 1936. (塩野谷九十九訳『雇用, 利子, 貨幣の一般理論』東洋経済新報社)
6. Leijonhufvud, A. On Keynesian Economics and the Economics of Keynes, Oxford University Press, 1968.
7. Leijonhufvud, A. "The Wicksell Connection: Variations on a Theme" in Information and Coordination, Oxford University Press, 1981.
8. Modigliani, F. "The Monetarist Controversy or, Should We Forsake Stabilization Policies?" American Economic Review, March, 1977.
9. Modigliani, F. "Liquidity Preference and the Theory of Interest and Money" Econometrica, Jan, 1944.
10. Patinkin, D. "Price Flexibility and Full Employment" American Economic Review, Sept. 1948.
11. Pigou, A. C. "The Classical Stationary State" Economic Journal, Dec. 1943.
12. Pigou, A. C. "Economic Progress in Stable Environment" Economica, Aug. 1947.
13. Tobin, J. "Liquidity Preference as Behavior Towards Risk," Review of Economic Studies, Feb. 1958.
14. Tobin, J. "Inflation and Unemployment" American Economic Review, March, 1972.
15. Wicksell, A. Geldzins und Güterpreise, 1898, 北野・服部訳『利子と物価』

1981.10.3 脱稿

(後期課程第5年度生・理論経済学伊達邦春教授研究指導)